

---

---

論 説

---

---

## アメリカ法における 定款による敵対的買収防衛 (2)

今 泉 邦 子

- I 敵対的企業買収の手法とその優劣
- II 敵対的な公開買付に対する対象会社の対応
  - 1. 初期の買収防衛策
  - 2. Shark repellent provisions
  - 3. 基本定款と付属定款
  - 4. Shark repellent provisions の例
- III Shark repellent provisions に対する評価
  - 1. 抑止力 (deterrent) に関する分析 (以上, 40 巻 2 号)
  - 2. Contractarian と経験的分析 (以上, 本号)

### III Shark repellent provisions に対する評価

〔承前〕

#### 2. Contractarian と経験的分析

##### (1) 伝統的な理論の現実との不一致

アメリカの会社法および企業統治の理論的枠組は、1970 年代後半の金融論研究と 1980 年代の法学研究に基づく。1976 年に Michael C. Jensen & William H. Meckling による Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure が公刊され、今日でも影響力のある agency cost theory が説かれた<sup>1)</sup>。その翌年に Ralph K. Winter, Jr. による

State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation が、Jensen & Meckling による agency cost theory を応用して、会社の設立準拠州法となるための競争がどん底への競争かまたは頂上への競争かを論じた<sup>2)</sup>。Frank H. Easterbrook & Dainel R. Fischel により 1980 年代に発表された一連の論文をまとめた書籍が、Jensen & Meckling の理論を応用して、今日、会社法の事実解明的かつ規範的理論 (positive and normative theory of corporate law) と呼んでいるものを説いた<sup>3)</sup>。Jensen & Meckling, Winter および Easterbrook & Fischel らによる理論は、会社を契約の束と考える contractarianism である<sup>4)</sup>。

Contractarianism は、主に経営者と株主の間の agency 関係を契約として観念し、契約関係において取引費用 (transaction costs) が無いならば、市場の力によって共同の利益が最大化されると考えるため、会社においては agency cost を最小化して企業価値を最大化する統治機構が構築され、かつそのような会社法が選択されると考える。たとえば、市場が新規株式公開する企業の株式の価値を評価する場合には、その会社の統治機構が、agency cost を減らして投資者が市場でその会社の株式を買うに値する程度まで効率性が高いことを評価の対象にすると考えるので、新規株式公開前の会社の株主でもある経営者と投資者は、新規株式公開によって利益を得ようとして、新規株式公開の前にその会社に最適の企業統治機構を設計すると考える。株式が一般投資家に拡散している上場会社の経営陣には、企業統治の規律が緩いことを利用して自己の利益を追求する疑いがあるが、contractarian は、市場の力があるため、経営陣は最適統治機構をとると論じる。新規株式公開 (IPO) の際に設立準拠法を選択する場合には、contractarianism によれば、経営陣と株主とが合意する、agency cost の最も少ない州会社法を選択することになる。会社法を既成の default rule であり、最適のルールを自らすべて作成する費用を省くため使用するものだと解するので、経営者と株主が基本定款に自らルールを作成する能力があるならば、既成の会社法のルールを採用しないことになる。Contractarian は経済学を企業統治および会社法に取り込

み、取引費用がないかぎり、経済学理論に従い、企業価値を最大化できるように、経営者は株主との関係を形成すると論じ、経営者と株主との間の契約によって、すべて必要な事柄を実現できるので、法による介入は不要だとする<sup>5)</sup>。

その後、会社法および企業統治等の伝統的な理論的枠組は、経験的研究の対象となり、その理論が経験的証拠によって支持されていた時期もある。しかし、現在では支持できないとする議論が顕著である<sup>6)</sup>。

## (2) 伝統的な理論の現実との不一致の例：新規株式公開と定款 (charter)

### ① 買収防衛に関する定款規定

伝統的な理論によれば、経営陣と株主の間には agency cost があるため、経営陣は買収防衛策を導入する可能性があり、買収防衛策が導入されれば agency cost が増加するため、株主が取締役を入れ替える方法またはその他の企業買収の方法によって、取締役を制御するのが難しくなる。つまり、structural defense<sup>7)</sup>の一種である poison pill と期差取締役会 (staggered board) のような shark repellent は、株価を下げる働きがあるため、採用すべきでないとする学説が通説であった<sup>8)</sup>。買収防衛策を導入すると株価が下がることから、この理論は経験的研究によっても証明されたと信じられてきた<sup>9)</sup>。

他方、伝統的理論とは異なり、投資銀行および委任状勧誘者 (proxy solicitor) を主とした実務家は、poison pill 等の買収防衛策を好意的に評価する。取締役が自己保身のためではなく、望ましい買収提案または株主に有利な提案を引き出すために買収防衛策を適切に利用すれば、株主が企業買収者から受け取る割増金が増えることは当然に期待できる効果であるとする経済理論および経験的証拠を根拠に、取締役および立法者に買収防衛策によって企業買収に介入すべきであると説得する。もちろん法実務家は買収防衛策の導入およびそれに関する訴訟で利益を得ていることが、買収防衛策支持の背景にあることは明らかである<sup>10)</sup>。

しかしながら、伝統的理論とも実務家の立場とも相容れない状況が生じて

いる。新規株式公開を実施する以前に、default law よりも企業買収を困難にする条項 (term) を導入する企業の数がおびただしい。伝統的理論からすれば、そのような条項導入は、企業価値を減少させる結果になる。しかし venture capitalists, leveraged buyout firms および投資銀行等の熟練投資家 (sophisticated investors) がそれと矛盾する行動をとっている。2001 年および 2002 年に公表されたデータによれば、新規株式公開時に、通常、定款に基づく買収防衛策に属し、企業価値最大化に最も影響を与えると考えられている買収防衛策である期差取締役会を有している。1997 年から 2005 年の間に新規株式公開した企業の 64% が期差取締役会を有しているとの研究もある。この状況は、機関投資家が、新規株式公開後に敵対的買収防衛策の導入に定型的に反対していること、および実務家が、すべての新規株式公開企業は新規株式公開前にすべての種類の買収防衛策を装備することが望ましいと信じていることとも矛盾している。却って、株価を低下させないから、新規株式公開時に買収防衛策を講じる企業があると理解すべきである<sup>11)</sup>。Laura Field & Jonathan Karpoff および Robert Danies & Michael Klausner の経験的分析によれば、期差取締役会を新規株式公開時に導入する企業が、敵対的買収提案者に対する交渉力を余分に必要とする企業であるとの結論にも至らず、企業価値を判断しづらく、それゆえ企業価値よりも低い買収提案を受けやすい企業であるとの結論にも至っていない<sup>12)</sup>。つまり効率性の観点 (efficiency theory) からは最も期差取締役会を導入する必要のない企業が期差取締役会を導入している。これらの企業は、買収防衛策を有することを理由に、新規株式公開時の企業の株価が低く評価されないということでもある<sup>13)</sup>。

## ② 定款による企業統治の革新と最適化の観点

Contractarian は、新規株式公開時に作成される定款が企業統治を革新し、各企業を最適化する手段だと考える。そこで、過去 20 年間、企業統治に関する議論で注目された制度が、法律または SEC rule によって強制され

る以前に、機関投資家等の shareholder activist から採用が推奨されたことをきっかけとして、どの程度新規株式公開企業の定款に採用されているかに関する調査が行われた。ある革新的な企業統治制度が新規株式公開企業の定款に採用されていれば、その定款規定は企業統治を革新する役割を果たすと考える。逆に、ある革新的な企業統治制度が定款に採用されない場合には2つの可能性が考えられる。ひとつは新規株式公開企業の定款は contractarian が想定するような役割を果たしていない可能性、つまり定款によっては企業統治を改革できないという可能性である。他のひとつは、そのような企業統治の革新は企業価値を高めない可能性であり、その革新は法によって強制されるべきでない。ただし、ある定款規定を一部の新規株式公開企業しか採用しないとすれば、各企業がそれぞれに適した統治機構を採用しているという contractarian の想定が正しい可能性がある<sup>14)</sup>。

対立候補者がいない場合には総議決権の過半数による承認を取締役の選任要件とする制度 (majority voting) を、企業価値を高め、経営陣が株主の要望に配慮する制度であるとする研究がある<sup>15)</sup>。そこで shareholder activist が majority voting に注目し始めた 2005 年以降に新規株式公開する企業がどの程度採用したのかに関する調査研究が行われた。当該研究によれば、対象となった 373 社のうち 7 社しか、標準的な内容の、買収関連規定および準則主義に基づき法人格を維持するために必要な定款規定等の内部的取決めを越える内容の規定を有していなかった。つまり新規株式公開企業の定款は法定の買収防衛策が加わった平凡な内容であった。したがって新規株式公開企業の定款が企業統治改革のための有効な方法だとする contractarian の説明は成り立たないとの結論に至っている<sup>16)</sup>。

期差取締役会を有する企業と有さない企業があることの理由を、それが経営効率の観点から長期的な事業関係を維持する手段であると説明する立場もあるが<sup>17)</sup>、それでは多くの企業の買収防衛策を説明することはできないし、買収防衛策が長期的事業関係維持のために必要な企業であっても、期差取締役会が永続するならば説明がつかないとの批判がある<sup>18)</sup>。

なお、経験的研究によれば、株主と経営者との間の契約を、各企業が価値を最大化できる内容にするには障害があるか、またはすべての企業の価値を最大化する条項を会社法が default rule として提供していることを Klausner は指摘する。そして、新規株式公開企業の定款が各企業のために最適化された内容でないことの理由を、ネットワークの経済学の理論によって説明する。ネットワークの経済学では、コンピューターのソフトウェアおよび OS を、利用者が増えるほどその価値が高まるものとして把握し、それと同じことが企業統治の取決め (arrangement) および法的ルールにも該当すると論じる。企業統治の取決めおよび法的ルールの価値は、それに対する現在および将来の先例が示す法的解釈によって定まる。特にそのルールが忠実義務および取締役の独立性等のように解釈の余地が広く変更が容易な性質のものである場合には、先例は貴重である。よく利用されている企業統治の取決めほど、それに関する助言を行う弁護士が熟知している。多数の企業に利用されるほど、企業統治の取決めおよび法的ルールの価値が高まるとすれば、各企業は自社に最適の統治機構を構築せず、会社法の default rule を定款に採用する結果につながる。会社法の default rule は各企業にとって最適ではないため、総体としての企業価値は最大化されないが、この状況を改善するには、default rule を改良するしかないという<sup>19)</sup>。

### (3) 伝統的な理論の現実との不一致の例：新規株式公開後の株価と敵対的買収防衛策

#### ① 新規株式公開後の定款による企業統治

新規株式公開後 (midstream stage)、定款変更には第 1 に取締役会の承認を要し、株主の承認はその後必要となるにすぎず、poison pill 導入および役員報酬変更等の統治機構の変更は取締役会が一方的に決定できる。そのため経営者と株主との契約関係は、新規株式公開前に比べて弱くなる。新規株式公開時とその後とでは、会社法における契約の自由に違いがあると考えられている<sup>20)</sup>。

Contractarian が株式公開後も経営陣と株主との間に私的秩序があると考えられる理由は、第 1 に新規株式公開時の定款が、poison pill などの企業価値を減少させる定款変更を制限する条項を含んでいると想定していること、第 2 に市場の力を受けて、経営陣が企業価値を高める企業統治を行うと考えていることにある。ただし contractarian の中で、敵対的買収防衛策について 2 つの異なる考え方がある。Easterbrook & Fischel は、敵対的な買収提案に対して経営陣が抵抗せず、買収提案者に対して株式を提供したい株主には自由に提供させることが企業価値を最大化する反応だと解し、定款では経営陣が抵抗しないように拘束できないことを恐れ、強行法規によって拘束すべきだとする<sup>21)</sup>。これに対して David Haddock, Johnathan Macey & Fred McChesney は、市場の力があれば、会社法が用意した default rule に基づき、将来受けるであろう敵対的買収提案に対する経営陣の対応も含めて、企業価値を最大化する契約を経営陣に採用させることが可能であると主張する<sup>22)</sup>。

## ② 経営陣と株主との間の私的秩序への疑問

しかしながら、株式公開後も経営陣と株主との間に私的秩序があるとする contractarian の主張に対しては、経験的分析から 2 つの疑問が生じる。第 1 に、新規株式公開企業の基本定款は、株式公開後に株主を犠牲にして経営者に利益を与える定款変更を禁止する条項を含んでいないのが現実である<sup>23)</sup>。Daines & Klausner の調査によれば、poison pill を禁止する条項、poison pill の導入に株主の承認を要する旨の条項、または poison pill を導入する経営陣の権限を制限する条項が、調査対象となった会社の基本定款に含まれていなかった。Contractarian の期待に反して、株主が付属定款を変更する際の要件を特別多数と定め、株主が付属定款を変更しにくくする規定が基本定款に置かれているのが通常である<sup>24)</sup>。第 2 に、株主と経営陣との間の力学によって、経営陣が主導して agency cost を削減する統治制度を自然に構築することはない。株主が経営陣に対して圧力をかけ、経営陣がそれを受け入れ



るか否かという状態にある<sup>25)</sup>。

1980年代から2005年頃まで、株主と経営陣との間の企業統治に関する議論は、敵対的買収防衛策と取締役会の独立性が論点であった。Poison pillを償却する提案、またはpoison pillの行使を株主の同意に服させる提案、および期差取締役会を解消する提案を株主が行った<sup>26)</sup>。これに対して経営陣は、poison pillも期差取締役会も、敵対的買収提案が行われた場合に対象会社経営陣の交渉力を高める結果、株主の利益になるとして、株主提案を拒絶した。他方で、取締役会の形式的な独立性を求める株主提案に対しては、それほど強行には反対せず、CEOを取締役会議長とは別人物にした会社と同数程度まで受け入れられた<sup>27)</sup>。

敵対的買収防衛策と取締役会の独立性が企業価値の向上につながるのかは経験論的には不明である。1980年代から2005年頃の経験からは、経営陣がagency costを削減する手段を主導するというcontractarianの主張を支持できない<sup>28)</sup>。

#### (4) 敵対的買収防衛策に関する経験的研究

##### ①-1 伝統的な経験的研究の立場

経験的研究によれば、敵対的買収が行われると、対象会社株主は莫大な利益を得ることが定説であった。それゆえ伝統的な理論は、敵対的買収防衛策には株式の流通市場における株価を下げる効果があると考えた。しかし1980年代から2005年頃まで、経営陣は買収防衛策が株主の利益を向上させると主張した。確かに、経営陣の主張を支持する経験的証拠も示された。Comment & Schwertが、poison pill、control share statute (or law) およびbusiness combination statute (or law) には買収を抑止する一貫した効果はないこと、poison pillとcontrol share statute (or law) が買収対価を増加させることを証明し、かつ買収防衛策が取締役会の交渉力を高めるとの結論に至っている<sup>29)</sup>。Harris<sup>30)</sup>は、株主が受け取る、買収から生じるシナジーによる利益を、買収防衛策が増加させるとする。Ruback<sup>31)</sup>およびBradley, Desai



& Kim<sup>32)</sup>によれば、買収防衛策があれば対象会社が複数の買収提案を得る可能性が生じ、複数の買収提案者が競うことで買収対価が上がり、対象会社株主の利益になるとする。なお、特定の敵対的買収防衛策、たとえば poison pill と control share law の併用<sup>33)</sup>、辞職時に支払われる報酬 (parachute payment) の規模<sup>34)</sup>および poison pill と独立取締役が過半数を占める取締役会の併用<sup>35)</sup>が買収対価を増加させるとする研究がある。反対に、期差取締役会、supermajority vote requirements および fair price provisions にはその効果が有意には認められないとする研究がある<sup>36)</sup>。

Ryngaert & Scholten<sup>37)</sup>は、買収防衛策が利用可能になった 1990 年代では 1980 年代に比べて、経営陣が敵対的買収を頓挫させて自己保身に走ることに減ったと主張する。

しかし Machlin, Choe & Miles が parachute payments を得るために買収金額を低く抑えるモラル・ハザードがあると指摘するほか<sup>38)</sup>、多くの経験的研究は、一定の買収防衛策は企業買収を抑止し、取締役の保身を可能にする効果があると推定している<sup>39)</sup>。

## ①-2 伝統的な経験的研究の死角

(i) 1980 年代から新規株式公開後の買収防衛策に関する contractarianism の正当性を試す経験的研究が行われてきた。経験的研究自体も発展を遂げている。

Jarrell & Ryngaert が<sup>3</sup>、1986 年に公表した event study により、poison pill (または shareholder rights plan) の導入で株主価値が減少するという poison pill の資産効果 (wealth effect) を明らかにしたとして注目を浴びた。以後、poison pill に関する多くの event study がその資産効果に関連して行われているが、poison pill の導入が株価に重大な影響を与えていないという結論に至っている<sup>40)</sup>。しかし、John C. Coates IV がそれらの研究の重大な欠点を指摘した。なぜならば敵対的な買収提案を受けた対象会社が当初は poison pill を導入していなかったとしても、買収提案を受けた後に poison pill を通常は導入

すること (shadow pill) が現在では証明されている。Poison pill は取締役会の裁量のみで導入可能であるため、調査時点で poison pill を導入していない会社であっても、買収提案を受けた後に導入する可能性がある。そのため、調査対象とした会社による poison pill 導入の有無を調査時点で区別して株価への影響を分析している点で、これらの研究は誤っていると考えられるからである。Comment & Schwert による最大規模の研究によれば 1984 年に限り poison pill は株価を低下させる効果があるが、これは poison pill の効果を市場が当初知らなかったことの現れにすぎないと論じている<sup>41)</sup>。

しかし Bebchuk & Cohen<sup>42)</sup>が、事前に導入された poison pill は非友好的買収提案者に対抗する用意があることを対象会社が情報として発信していると主張し、Bebchuk, Cohen & Ferrell<sup>43)</sup>が、poison pill を事前に導入することは、経営陣が敵対的買収に抵抗する計画であることを意味するため、企業価値に悪影響を与えていると結論づけている。したがって、poison pill の企業価値に与える影響に関して、contractarian の立場が経験的研究によって再び支持されているかが注目される<sup>44)</sup>。

(ii) 株式上場後に導入される shark repellent provisions に関する経験的研究は、fair price provisions, supermajority vote requirements, 期差取締役会および blank check authorizations of preferred stock の 4 種類に焦点を当ててきた。Supermajority vote requirements とは、2 段階買収における第 2 段階の合併に関する株主総会の承認決議要件を特別多数として定めるが、同時に合併対価が特定の価額を超える場合には特別多数決による決議要件を満たす必要がない旨の規定で、fair price provisions の一部となっている<sup>45)</sup>。Shark repellent provisions は 2 段階買収および極秘裏の買い集め (creeping takeover) の達成を困難にしていると思われるが、shark repellent provisions が導入される理由およびその効果に関する 2000 年頃までの研究は、なんら一致した結論に至っていない<sup>46)</sup>。その上、Delaware 州最高裁判所が poison pill の適法性を認めた 1985 年以降、期差取締役会以外の shark repellent provisions, たとえば定款または制定法に基づく business combination provi-

sions, fair price provisions, control share acquisition provisions 等が重要性を失い、研究対象ではなくなっている。主要な shark repellent provisions である fair price provisions および supermajority vote requirements で阻止できる買収提案を、shadow pill のみで阻止できるからである。Shark repellent provisions に関する経験的研究は poison pill が広く利用される前に実施されたため、少なくとも shadow pill と shark repellent provisions との間の相互作用を意識していなかったという問題点が指摘されている<sup>47)</sup>。

Fair price provisions および supermajority vote requirements と poison pill との関係は次のように説明されている。対象会社が事前または事後に poison pill を導入しているならば、買収提案者が委任状争奪戦を実施したくないかまたはできない場合、買収提案者が割増金を全株主に払う意思があるとしても、特別多数の株主が買収提案に賛成であるとしても、買収提案者はごくわずかな対象会社株式しか取得できないからである。委任状争奪戦に勝利しなければ、買収提案者が poison pill を導入している対象会社を買収できない。委任状争奪戦に勝利した場合には、対象会社の取締役会を入れ替えて、対象会社取締役会の承認を得ることができる。ごくわずかの持株しかない買収提案者と対象会社との間で直ちに合併 (one step merger) を行うことが可能であり、fair price provisions を適用すべき公開買付後の合併、つまり第2段階の合併が存在しない。Fair price provisions のうち、第2段階の合併に関する対象会社株主総会の承認要件に関する (supermajority vote requirements) 事柄も取締役会の判断で適用を除外できるため、対象会社の取締役会を入れ替えた場合には適用されない。対象会社取締役会を支配した買収提案者は、株主の特別多数から株券の提出または議決権を得ることが可能な程度の買収対価を支払えば買収または合併が実現すると考えられる。つまり委任状争奪戦に勝利した買収提案者は、poison pill を償却できるのみならず、fair price provisions および supermajority vote requirements で対抗されることもない。表現を変えれば、委任状争奪戦を実施して勝利する意思のある買収提案者は、2段階買収の強圧的側面に関心がないと考えられる<sup>48)</sup>。Anti-

greenmail amendments, blank check preferred stock, business combination law, control share acquisition (cash-out) law, fair price provisions および supermajority vote requirements も、買収提案を受けた後に導入する poison pill と効力が重複しているため、敵対的買収防衛策として主要な機能も付加的な機能もないと論じられている<sup>49)</sup>。1990 年代の経験的研究がすでにこれらの敵対的買収防衛に抑止力がないとしていたが<sup>50)</sup>、その後の研究も、これらの防衛策の有無が敵対的買収の成否に決定的な影響を与えないと結論づけている<sup>51)</sup>。

## ② G-Index : 敵対的買収防衛策の抑止力

(i) 経営陣による保身の可能性、つまり経営陣と株主との間の権限のバランスを図る指標として Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick が考案した index of governance provisions (G-Index) がある。買収防衛の趣旨を持つ制定法の規定、定款規定、および poison pill を含む次の 28 項目中いくつかの項目を満たすかによって、株主が敵対的買収または委任状争奪戦によって取締役を交代させる際の難易度を計る指標である。該当する項目が多いほど、経営陣の保身可能性が高いと考えられた。

Blank check preferred stock

Staggered board

Restrictions on shareholders' ability to call a special meeting

Prohibition on shareholder voting by written consent

Change in control provision in executive compensation plan

Golden parachutes

Indemnification agreements with officers and directors

Indemnification of officers and directors in bylaws charters or both

Exculpation of outside directors for violations of the duty of care (e.g. under Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(7))

Executive severance agreements not contingent on change of control

Restrictions on charter amendments by shareholders

Restrictions on bylaw amendments by shareholders

Presence of cumulative voting

Presence of confidential voting by shareholders

Supermajority shareholder vote required for business combinations

Unequal voting rights

Antigreenmail firm level provision

Nonshareholder constituency firm level provision

Fair price charter provision or applicable state statute

Pension parachute

Poison pill

Silver parachute

Antigreenmail statutory provision applies

Business combination statute applies

Nonshareholder constituency statute applies

Cash-out statute applies

Fair price statute applies

Control share acquisition statute applies

Gompers, Joy & Metricが1990年から1999年の期間に実施した研究によれば、該当項目が少ない会社は多い会社に比べて株価および収益率が高い<sup>52)</sup>。

(ii) G-Indexの各項目に関する経験的研究も蓄積しているが、結論は必ずしも一致していない。

(ii)-1 Poison pillに抑止力があるとするRyngaertの研究もあるが<sup>53)</sup>、その後の研究はpoison pillの抑止力を認めない。ただし対象会社株主が受け取る買収対価を増加させる効果があるとする研究がある<sup>54)</sup>。過去の研究はshadow pillつまり買収提案を受けた後に導入されるpoison pillを看過しているとの批判もあるが<sup>55)</sup>、poison pillを事前に導入した企業は非友好的な買収提案者に対して抵抗する準備があるという情報を発信しているため、そ

のような発信が原因で企業価値を減少させているとする研究もある<sup>56)</sup>。

(ii)-2 取締役会は poison pill を利用して無期限に敵対的な買収提案に抵抗することができるため、買収提案者は、poison pill を無効にする目的で、定時株主総会、臨時株主総会または written consent を利用して、対象会社株主に取締役会を入れ替えさせようとする。しかし対象会社が有効な期差取締役会制度を採用し、その 1/3 を定時株主総会のみによって改選可能としている場合、2 回の定時株主総会が開催されなければ取締役会の過半数を入れ替えられない。このように 2 回の定時株主総会開催を要することは、敵対的買収の実行を困難にすることから、期差取締役会制度が株価を下げると信じられている。同時に、取締役が勤勉で株主に忠実であれば、増強された交渉力を行使して買収対価を高額化する要因になると考えられる<sup>57)</sup>。

期差取締役会が企業買収に対して抑止力を有するかに関して、初期の研究は抑止力を有しないと解するが<sup>58)</sup>、その後の研究には、1980 年代後半から poison pill との併用で抑止力を発揮し始めたとするもの<sup>59)</sup>、および期差取締役会単独でも買収提案を受ける頻度を下げる効果があるとするものがある<sup>60)</sup>。あるいは期差取締役会が企業価値を低下させていることを証明し、会社支配権市場を妨害して経営陣の保身を許しているとする研究もある<sup>61)</sup>。

(ii)-3 Written consent による行為および臨時株主総会招集に対する制限は、株主が定時株主総会決議のないかぎり株主合意が必要な行為を行えなくし、委任状争奪戦および支配権争奪に要する期間を長期化させる。株主合意が必要な行為に対する制限が持つ買収防衛策としての効果に関して、この制限が課された場合には敵対的買収が困難になるとする立場<sup>62)</sup>、この制限が poison pill と併用された場合には相当程度敵対的買収が困難になるとする立場<sup>63)</sup>およびこの制限自体は敵対的買収に対して大した効果はないとする立場<sup>64)</sup>がある<sup>65)</sup>。

(ii)-4 付属定款 (bylaws) 変更に対する制限がある場合には対象会社の敵対的買収防衛策の効力が顕著に増大するとの主張がある<sup>66)</sup>。

(ii)-5 支配権移転を実現させるか否かを判断する際、取締役が株主以外

の会社の構成員である従業員、共同社会 (communities) または供給業者等の利益を考慮すべき義務を負うとすれば、経営陣が企業買収を拒絶する権限を有することになり、敵対的買収の可能性を減少させるとの主張がある<sup>67)</sup>。

(ii)-6 累積投票制度は株主が自己の代表者を選任する可能性を高める制度であるが、期差取締役会制度が併用される場合、累積投票制度が持つ企業買収を促進する側面を、敵対的買収防衛策へと変化させるとの主張がある<sup>68)</sup>。

(ii)-7 会社支配権が移転する場合に最高経営陣に現金およびその他の利益を供与する golden parachute 等の報酬制度は、経営陣の失職による損失を埋め合わせ、かつ経営陣と対象会社株主の利害を一致させるため、敵対的買収に対して経営陣が余計な抵抗をしなくなり、敵対的買収の可能性を高めるとする 1980 年代およびその後の経験的研究がある<sup>69)</sup>。会社支配権移転時に CEO に現金およびその他の利益を供与する制度についても同様の研究結果が示されている。企業買収が行われると経営陣が保有する株価が上がり、受け取る利益が増えることから、買収提案者と経営陣が交渉を積極的に行うと主張する研究がある<sup>70)</sup>。

(ii)-8 G-Index には、経営陣と株主との間の権限の均衡に関係しない項目が 9 項目あるとの研究がある<sup>71)</sup>。たとえば取締役の責任を制限もしくは補償する契約または定款規定がこれに該当する。敵対的買収に対して抵抗せず、会社を不適切に安く売却した取締役は責任を負うことは確かであるが、他方で会社の売却を拒否した取締役が忠実義務違反の責任を負い、その責任は減免されない性質を有する<sup>72)</sup>。

(iii) G-Index 自体も、G-Index の該当項目数と企業買収されるリスクまたは防衛力との関係という観点から、経験的研究が行われている。

Core, Guay & Rusticus によれば、確かに G-Index の該当項目が多い会社は株価収益率が低いと推測できるが、G-Index の該当項目の多寡と企業買収の件数との間に相関関係がないと結論づけている<sup>73)</sup>。

企業買収 (takeover) が敵対的または友好的であること、および企業買収の



成功または買収提案の撤回と、G-Index の該当項目数の関係についても研究がある。企業買収を敵対的と友好的とに区別した場合、1990 年 1 月 1 日から 2004 年 12 月 31 日までの期間における敵対的 / 友好的買収の件数は 57 / 517、それぞれの対象会社の G-Index 該当項目数の中間値 (mean) は 9.95 / 9.05、成功 / 撤回した敵対的企業買収の対象会社の G-Index 該当項目数の平均値は 9.78 / 10.03、成功 / 撤回した全企業買収の対象会社の G-Index 該当項目数の平均値は 9.09 / 9.32 であった。成功した企業買収と撤回された企業買収の対象会社との間で G-Index 該当項目数に有意な差はないが、敵対的買収の対象会社の方が友好的買収の対象会社に比べて G-Index 該当項目数が多い。敵対的買収の成功率は非常に低い、成功した敵対的買収の対象会社と撤回された買収の対象会社の G-Index 該当項目数に有意な差はない。このことから、いったん敵対的買収の対象会社に定められると、G-Index に列挙される買収防衛策を多数利用して対抗しても、企業買収の帰趨に重大な影響を与えないと Sokolyk は論じる<sup>74)</sup>。

G-Index 該当項目が極端に少ない 7 未満の集団と極端に多い 12 以上の集団とを比較した場合、敵対的買収の割合はそれぞれ 4% と 13% であり、5% 以上の有意な差がある。企業買収が成功した割合、複数の買収提案者が現れた割合および公開買付が行われた割合は、それぞれの集団につき有意な差がない。このことから、敵対的買収防衛の効果があるとして G-Index に列挙される事項は、企業買収に対する経営陣による抵抗の尺度にはなるが、企業買収の成功率およびその取引の特性には影響を与えないと多くの学説が論じている<sup>75)</sup>。

株主価値を最大化しない経営者を入れ替える目的を持つ懲戒的な企業買収があるといわれている<sup>76)</sup>。これが事実だとすれば、業績が振るわず、かつ G-Index の該当項目数が多い企業は、同じく業績が振るわず、かつ G-Index の該当項目数の少ない企業に比べて、買収される確率が低くなるはずである。しかし、これらの会社の間で買収される確率は同程度だとする研究がある<sup>77)</sup>。

なお、企業業績ではなく、所属業種の収益性を敵対的買収の予測に使用した研究がある。この研究によれば、時価と簿価の比率が業種の平均より低い会社は、高い会社と比べて買収される可能性が高く、かつ G-Index の該当項目数が多い。たとえば付属定款変更に対する制限を設けている企業は、買収される可能性が低いことおよび収益性が所属業種の平均よりも低いことが証明されている。Written consent による行為および臨時株主総会招集に対する制限を設けている企業の収益性も、所属業種の平均よりも低いことが証明されている<sup>78)</sup>。ただし Written consent による行為および臨時株主総会招集に対する制限が企業価値を下げないと考える研究もある<sup>79)</sup>。このことから、多数の敵対的買収防衛策を導入している企業の経営陣は所属業種の収益性に無頓着になり、懲戒の意味を持つ敵対的買収提案から保身を図っているとの解釈が成り立つ。

よって、G-Index の該当項目数だけで敵対的買収可能性を予測することはできないと考えられる<sup>80)</sup>。

本来、敵対的買収防衛策は対象会社経営陣が敵対的だと解する買収提案に対する効果のみが着目されるべきだが、買収提案者さえ対象会社経営陣の反応を買収提案前に正確に予測することが難しいことから、友好的買収と敵対的買収を区別することも難しい。最も抑止力がある期差取締役会制度と poison pill の組合せは、友好的買収も抑止し、買収者に第 1 手として公開買付を行わせない効果があると思われる<sup>81)</sup>。

(iv) G-Index 以外にも、Lucian Arye Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell が考案した取締役の entrenchment を図る Entrenchment Index がある<sup>82)</sup>。ただし G-Index の方が考案された時期が古いため、利用者が多い。

### ③ 買収対価の上乗せ額への影響

G-Index の該当項目数の多寡と、対象会社買収対価の上乗せ額および経営陣の交渉力との関係に関しても、1990 年 1 月 1 日から 2004 年 12 月 31 日を対象期間とする近年の経験的研究によれば有意な関係はない。関連性がある

のは、報酬制度 (compensation plan) と golden parachutes のみであった。買収対価が上昇すれば、経営者のストック・オプションを高い価格で行使できるとの推論を裏付ける結果である。各種の買収防衛策は抑止力の有無および買収対価の高額化の観点から別個の効果を有しているとする Jarrell, Brickley & Netter による 1988 年の研究と一致する。なお株価収益率の悪い会社を買収された場合には、株価収益率のよい会社を買収された場合に比べて買収金額の上乗せ額が高額化すること、現金のみを対価とする取引ではより上乗せ額が高額化すること、および流動資産を多く有する会社はより高額な上乗せ額を得るとの研究結果がある。上乗せ額高額化の原因は G-Index の該当項目数の多寡ではないということである。Comment & Schwert の研究が<sup>83)</sup>、1990 年 1 月 1 日から 2004 年 12 月 31 日の期間においても妥当している<sup>84)</sup>。

#### ④ 株価への影響

(i) 買収防衛策導入が<sup>3)</sup>、株価に対して与える影響も研究の対象となってきた<sup>85)</sup>。

(ii) Poison pill は最も重要な 2 種類の敵対的買収防衛策のひとつである。2011 年に公表された Martijin Cremers & Allen Ferrell の研究によれば、Delaware 州最高裁判所が poison pill の使用を認めた 1985 年以降に poison pill を導入した会社の価値は、Tobin's Q で測定した場合、導入していない会社に比べて低い<sup>86)</sup>。したがって、企業価値の低い会社は事前に導入し、企業価値の高い会社は事後に導入すると判断できるかもしれない。しかし、poison pill が企業価値に影響を与えることを経験的研究は証明していないとする研究もある<sup>87)</sup>。

(iii) 期差取締役会は、最も重要な 2 つの敵対的買収防衛策のひとつである。経験的分析によれば概して株価を下げる効果があるが、因果関係が証明されているかに関しては議論を要するものの、因果関係が推測される。2005 年以降、期差取締役会が解消された時期に株価が上昇している事実、および 1980 年代から 2005 年頃まで取締役会が期差取締役会の解消を拒否した事実

を鑑みると、経営陣が企業価値を最大化する行動をとるという contractarian の主張を、経験論では支持できない<sup>88)</sup>。

また Bebchuk, Coates & Subramanian が 2002 年に公表した、期差取締役会の株価に与える影響に関する史上初の経験的研究によれば、期差取締役会は株主価値を下げるが、期差取締役会制度を持つ会社の株主が受け取る企業買収の対価は、同制度を有さない会社の株主が受け取る対価と大差ないと結論づけている。この 2 つの作用が共同して、平均して株価を 8% から 10% 下げているとする<sup>89)</sup>。Bebchuk & Cohen の経験的研究<sup>90)</sup>およびその他の研究も同様の結論に達している<sup>91)</sup>。期差によって取締役が敵対的買収の脅威から守られている取締役会が無能な CEO を解職しないこと、および企業価値を損なう買収を実施することが、証明されている<sup>92)</sup>。期差取締役会制度が企業価値を低下させるのであって、企業価値の低い会社の経営陣が保身のために期差取締役会制度を導入するのではないことも証明されている<sup>93)</sup>。

しかし買収防衛策を導入する事情は多様であり、結果も矛盾している。買収される可能性を感知したという理由、買収を妨害する目的ではなく買収提案者に対する交渉力を高めるためという理由、および敵対的な公開買付を成功させないためという理由等があろう。株価は買収防衛策導入の発表以外の情報に反応している可能性もあり、買収防衛策導入の株価に与える影響を判断することは難しいとする研究もある<sup>94)</sup>。

#### 注

- 1) Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305, 305–360 (1976).
- 2) Ralph K. Winter, Jr., State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation, 6. J. Legal Stud. 251, 251–292 (1977).
- 3) FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991).
- 4) Michael Klausner, The Empirical Revolution in Law: Fact and Fiction in Corporate Law and Governance, 65 Stan. L. Rev. 1325, 1325–1327 (2013).
- 5) Klausner, *supra* note 4 at 1327–1329.
- 6) John C. Coates IV, Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of

- the Scientific Evidence, 79 Tex. L. Rev. 271, 286–91 (2000); Klausner, *supra* note 4 at 1331.
- 7) 買収提案を抑止または妨害する目的で、買収提案に先立ち導入される法的な取決めまたは仕組みであり、対象会社の財務および業務に影響がないものをいう。買収提案を予期してまたはそれに対応して、対象会社の株価を上昇させ、買収提案者から株式を買い取り、または買収提案者の利益を減少させる方法等によって買収を困難にするための財務上または業務上の取引を、transactional defense という。Coates, *supra* note 6 at 273 n. 1.
  - 8) Coates, *supra* note 6 at 273–275; RONALD CHARLES CLARK, CORPORATE LAW 589 (1986); EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 3 at 168–174.
  - 9) EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 3 at 204; DALE A. OESTERLE, THE LAW OF MERGERS, ACQUISITIONS AND REORGANIZATIONS 429 (2012); ROBERTA ROMANO, THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW 70–71 (1993); Klausner, *supra* note 4 at 1332–1333.
  - 10) Coates, *supra* note 6 at 274–275.
  - 11) Lucian Arye Bebchuk & Luigi Zingales, Ownership Structures and the Decision to Go Public, available at <http://www.nber.org/chapters/c9005.pdf>.
  - 12) Laura Casares Field & Jonathan M. Karpoff, Takeover Defenses of IPO Firms, 57 J. Fin. 1857, 1861 tbl. II (2002); Robert Daines & Michael Klausner, Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Provisions in IPOs, 17 J. L. Econ. & Org. 83, 96 tbl. 2 (2001).
  - 13) Klausner, *supra* note 4 at 1333; Coates, *supra* note 6 at 275; John C. Coates IV, Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers, 89 Calif. L. Rev. 1301, 1381–1382 (2001).
  - 14) Klausner, *supra* note 4 at 1336–1337.
  - 15) Marcel Kahan & Edward Rock, Embattled CEOs, 88 Tex. L. Rev. 987, 1011 tbl. 3 (2010); Claudia H. Allen, Study of Majority Voting in Director Elections (2007), available at <http://www.nber.org/chapters/c9005.pdf>; Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & David Oesch, Does the Director Election System Matter? Evidence from Majority Voting 6 (2013), available at <http://ssrn.com/abstract=1880974>; Klausner, *supra* note 4 at 1361.
  - 16) Klausner, *supra* note 4 at 1336–1339.
  - 17) William C. Johnson, Jonathan Karpoff and Sangho Yi, The Bonding Hypothesis of Takeover Defenses: Evidence from IPO Firms, 117 J. Fin. Econ. 307, 307–332 (2015).
  - 18) Klausner, *supra* note 4 at 1339.

- 19) Michael Klausner, Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts, 81 Va. L. Rev. 757, 826–829 (1995); Henry Hansmann, Corporation and Contract, 8 Am. L. & Econ. Rev. 1, 9–10 (2006); Ian Ayres, Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel, 59 U. Chi. L. Rev. 1391, 1403–1408 (1992); Klausner, *supra* note 4 at 1337–1340.
- 20) Lucien A. Bebchuk, The Debate on Contractual Freedom on Corporate Law, 89 Colum. L. Rev. 1395, 1399 (1989); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Corporate Contract, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1443 (1989).
- 21) EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 3 at 167–174.
- 22) David D. Haddock, Johnathan Macey & Fred McChesney, Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers, 73 Va. L. Rev. 701, 734–737; Klausner, *supra* note 4 at 1346–1347.
- 23) Coates, *supra* note 13 at 1357.
- 24) Daines & Klausner, *supra* note 12 at 95; Michael Klausner, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, 152 U. Pa. L. Rev. 755, 757–758 (2003); Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, 118 Q. J. Econ. 107, 146 (2003).
- 25) Klausner, *supra* note 4 at 1347–1348.
- 26) Klausner, *supra* note 24 at 757–762.
- 27) Klausner, *supra* note 4 at 1348–1349.
- 28) *Id.* at 1349.
- 29) Robert Comment & William Schwert, Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and the Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures, 39 J. Fin. Econ. 3, 3–43 (1995); Harry DeAngelo & Edward M. Rice, Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, 11 J. Fin. Econ. 329, 329–360 (1983); Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation, 11 Bell J. Econ. 42, 42–64 (1980); Ellie G. Harris, Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare, 21 Rand J. Econ. 614, 614–625 (1990); Scott C. Linn & John J. McConnell, An Empirical Examination of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices, 11 J. Fin. Econ. 361, 361–399 (1983); Miroslava Straška & Gregory Waller, Do Antitakeover Provisions Harm Shareholders? 16 J. Corp. Fin. 487, 487–497 (2010).
- 30) Harris, *supra* note 29 at 614–625.
- 31) Richard S. Ruback, An Overview of Takeover Defenses, Alan Auerbach (Ed.), MERGERS AND ACQUISITIONS, UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS 49–68 (1988).
- 32) Michael Bradley, Anand Desai & E. Han Kim, Synergistic Gains from Corporate

Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, 21 J. Fin. Econ. 3–40 (1988).

- 33) Comment & Schwert, *supra* note 29.
- 34) Judith C. Machlin, Hyuk Choe & James A. Miles, The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity, 36 J. L. Econ. 861, 861–876 (1993).
- 35) James F. Cotter, Anil Shivdasani & Marc Zenner, Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?, 43 J. Fin. Econ. 195, 195–218 (1997).
- 36) Lucien A. Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy, 54 Stan. L. Rev. 887, 887–951 (2002); John Pound, The Effects of Antitakeover Amendments on takeover Activity: Some Direct Evidence, 30 J. L. Econ. 353, 353–367 (1987); Sanjai Bhagat & Richard H. Jefferis, Voting Power in the Proxy Process: The Case of Antitakeover Charter Amendments, 30 J. Fin. Econ. 193, 193–225 (1991); Machlin *et al.*, *supra* note 34 at 861–876.
- 37) Michael Ryngaert & Ralph Scholten, Have Changing Takeover Defense Rules and Strategies Entrenched Management and Damaged Shareholders? The Case of Defeated Takeover Bids, 16 J. Corp. Fin. 16, 16–37 (2010).
- 38) Ryngaert & Scholten, *supra* note 37 at 16–37.
- 39) Sudheer Chava, Dmitry Livdan & Amiyatosh Purnanandam, Do Shareholder Rights Affect the Cost of Bank Loan?, 22 Rev. Fin. Stud. 2973, 2973–3004 (2008); K. J. Martijin Cremers & Vinay B. Nair, Governance Mechanisms and Equity Prices, 60 J. Fin. 2859, 2859–2894 (2005); K. J. Martijin Cremers, Vinay B. Nair & Chenyang Wei, Governance Mechanisms and Bond Prices, 20 Rev. Fin. Stud. 1359, 1359–1388 (2007); K. J. Martijin Cremers, Vinay B. Nair & Urs Peyer, Takeover Defenses and Competition: The Role of Stakeholders, 5 J. Empir. Leg. Stud. 791, 791–828 (2008); Amy Dittmar & Jan Mahrt-Smith, Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, 83 J. Fin. Econ. 599, 599–634 (2007); Ruediger Fahlenbrach, Shareholder Rights, Boards, and CEO Compensation, 13 Rev. Fin. 81, 81–113 (2009); Miguel A. Ferreira & Paul A. Laux, Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow, 62 J. Fin. 951, 951–989 (2007); Stuart Gillan, Recent Developments in Corporate Governance: Overview, 12 J. Corp. Fin. 381, 381–402 (2006); Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, Corporate Governance and Acquirer Returns, 62 J. Fin. 1851, 1851–1889 (2007); Tatyana Sokolyk, The Effect of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets, 17 J. Corp. Fin. 612, 612 (2011).
- 40) Coates, *supra* note 6 at 282–283, at Appendix A.



- 41) Sokolyk, *supra* note 39 at 612–613.
- 42) Lucien A. Bebchuk & Alma Cohen, The Costs of Entrenched Boards, 78 J. Fin. Econ. 409, 409–433 (2005).
- 43) Lucien A. Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, What Matters in Corporate Governance?, 22 Rev. Fin. Stud. 783, 783–827 (2009).
- 44) Sokolyk, *supra* note 39 at 619.
- 45) Ronald J. Gilson, The Case against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, 34 Stan. L. Rev. 775, 786–787, 800–801 (1982).
- 46) Coates, *supra* note 6 at 318.
- 47) *Id.* at 317, 321; Klausner, *supra* note 4 at 1355–1357.
- 48) Coates, *supra* note 6 at 321–322.
- 49) Bebchuk & Cohen, *supra* note 42 at 412; Daines & Klausner, *supra* note 12 at 86–88, 117.
- 50) Brent W. Ambrose & William L. Megginson, The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood, 27 J. Fin. Quant. Anal. 575, 575–589 (1992); Bhagat & Jefferis, *supra* note 36 at 199–200.
- 51) Bebchuk, Coates & Subramanian, *supra* note 36 at 887–951; Sokolyk, *supra* note 39 at 620.
- 52) Gompers *et al.*, *supra* note 24 at 112, 145–150; Klausner, *supra* note 4 at 1633–1634 n.157.
- 53) Michael Ryngaert, The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth, 20 J. Fin. Econ. 377, 377–417 (1988).
- 54) Ambrose & Megginson, *supra* note 50 at 575–589; Comment & Shwert, *supra* note 29.
- 55) Coates, *supra* note 6 at 271, 271–382; Daines & Klausner, *supra* note 12 at 86.
- 56) Bebchuk, Cohen & Ferrel, *supra* note 43 at 823.
- 57) Klausner, *supra* note 4 at 1353–1354.
- 58) Ambrose & Megginson, *supra* note 50 at 584–585; Wayne H. Mikkelsen & M. Megan Partch, Managers' Voting Rights and Corporate Control, 25 J. Fin. Econ. 264, 272–289 (1989).
- 59) Coates, *supra* note 6 at 325–328; Daines & Klausner, *supra* note 12 at 113–114.
- 60) Thomas W. Bates, David A. Becher & Michael L. Lemmon, Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control, 87 J. Fin. Econ. 656, 656–677 (2008).
- 61) Bebchuk & Cohen, *supra* note 42; Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at

- 783–827; Olubunmi Faleye, Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment, 83 J. Fin. Econ. 501, 522–526 (2007); Masulis *et al.*, *supra* note 39 at 1853, 1867–1869; Michael D. Frakes, Classified Boards and Firm Value, 32 Del. J. Corp. L. 113, 113–151 (2007); Re-Jin Guo, Timothy A. Kruse & Tom Nohel, Undoing the Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards, 14 J. Corp. Fin. 274, 274–288 (2008).
- 62) Bhagat & Jefferis, *supra* note 36; Daines & Klausner, *supra* note 12 at 85; Gompers *et al.*, *supra* note 24 at 110; Sokolyk, *supra* note 39 at 621.
  - 63) Lucien A. Bebchuk & Assaf Hamdani, Optimal Defaults for Corporate Law Evolution, 96 Nw. U. L. Rev. 489, 489–520 (2002); Daines & Klausner, *supra* note 12.
  - 64) Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at 794–795.
  - 65) Sokolyk, *supra* note 39 at 619–620.
  - 66) Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at 797–798.
  - 67) Daines & Klausner, *supra* note 12 at 88; Sokolyk, *supra* note 39 at 620.
  - 68) Bebchuk, Coates & Subramanian, *supra* note 36 at 913 n.95; Daines & Klausner, *supra* note 12 at 114; Sokolyk, *supra* note 39 at 620.
  - 69) Michael C. Jensen & Jerold L. Zimmerman, Management Compensation and the Managerial Labor Market, 7 J. Acc. Econ. 3, 3–9 (1985); Harris, *supra* note 29 at 621, 623; James F. Cotter & Marc Zenner, How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process, 35 J. Fin. Econ. 63, 63–97 (1994); Richard A. Lambert & David F. Larcker, Golden Parachutes, Executive Decision-Making and Shareholder Wealth, 7 J. Acc. Econ. 179, 179–203 (1985); Anup Agrawal & Charles R. Knoeber, Managerial Compensation and the Threat of Takeover, 47 J. Fin. Econ. 219, 219–339 (1998); Machlin *et al.*, *supra* note 34 at 875; Ralph A. Walking & Michael S. Long, Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance, 15 Rand J. Econ. 54, 54–68 (1984).
  - 70) Bebchuk, Coates & Subramanian *supra* note 36 at 908–909.
  - 71) Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at 783–785; John E. Core, On the Corporate Demand for Directors’ and Officers’ Insurance, 64 J. Risk Insur. 63, 63–87 (1997); John E. Core, The Directors’ and Officers’ Insurance Premium: An Outside Assessment of the Quality of Corporate Governance, 26 J. L. Econ. Org. 449, 449–477 (2000).
  - 72) Dale A. Oesterle, The Effect of Statutes Limiting Directors’ Due Care Liability on Hostile Takeover Defenses, 24 Wake Forest Law Rev. 31, 31–51 (1989); Sokolyk, *supra* note 39 at 620–621.
  - 73) John E. Core, Wayne R. Guay & Tjomme O. Rusticus, Does Weak Governance

- Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors Expectations, 61 J. Fin. 655, 655–687 (2006).
- 74) Sokolyk, *supra* note 39 at 612–615, 621–622, 625.
- 75) Gregg A. Jarrell, James A. Brickley & Jeffry M. Netter, The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, 2 J. Econ. Persp. 49, 49–68 (1988); Machlin, *et al.*, *supra* note 34; Bebchuk & Cohen, *supra* note 42; Coates, *supra* note 6; Klausner, *supra* note 4 at 1363–1368; Sokolyk, *supra* note 39 at 612–615, 621–622, 625.
- 76) Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, 76 Am. Econ. Rev. 323, 323–329 (1986); Michael C. Jensen, Takeovers: their Causes and Consequences, 2 J. Econ. Pers. 21, 21–48 (1988); David Scharfstein, The Disciplinary Role of Takeovers, 55 Rev. Econ. Stud. 185, 185–199 (1988); Michael S. Weisbach, Corporate Governance and Hostile Takeovers, 16 J. Acc. Econ. 199, 199–208 (1993).
- 77) Sokolyk, *supra* note 39 at 616–617.
- 78) Randall Morck, Andrei Schleifer & Robert W. Vishny, Alternative Mechanisms for Corporate Control, 79 Am. Econ. Rev. 842, 842–852 (1989).
- 79) Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at 795.
- 80) Daines & Klausner, *supra* note 12; Machlin *et al.*, *supra* note 34; Bates *et al.*, *supra* note 60; Guo *et al.*, *supra* note 61; Sokolyk, *supra* note 39 at 612–613, 617, 621.
- 81) Sokolyk, *supra* note 39 at 625.
- 82) Bebchuk, Cohen & Ferrell, *supra* note 43 at 783; Klausner, *supra* note 4 at 1363 n. 155.
- 83) Comment & Schwert, *supra* note 29.
- 84) Sokolyk, *supra* note 39 at 622–625.
- 85) Coates, *supra* note 6; Comment & Schwert, *supra* note 29; Jarrell *et al.*, *supra* note 75 at 58–66; Jonathan Karpoff & Paul H. Malatesata, The Wealth Effects of Second Generation State Takeover Legislation, 25 J. Fin. Econ. 291, 291–322 (1989); Paul H. Malatesta & Ralph A. Walkling, Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure, 20 J. Fin. Econ. 347, 347–376 (1988); Ryngaert *supra* note 53; Gregg A. Jarrell & Annette B. Poulsen, Shark Repellents and Stock Prices: the Effects of Antitakeover Amendments since 1980, 19 J. Fin. Econ. 127 (1987); Linn & McConnell, *supra* note 29; Victoria B. McWilliams, Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals, 45 J. Fin. 1627 (1990); James A. Brickley, Ronald C. Lease & Clifford W. Smith Jr., Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, 20 J. Fin. Econ.

267, 267–291 (1988).

- 86) Martijn Cremers & Allen Ferrell, Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation 19–20 (May 2011) (unpublished manuscript), available at <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/Cremers-Ferrell%20-%20Draft%20Oct%202011.pdf>.
- 87) Klausner, *supra* note 4 at 1351–1352.
- 88) *Id.* at 1349–1354.
- 89) Bebchuk, Coates & Subramanian, *supra* note 36 at 926–927, 939, 950.
- 90) Bebchuk & Cohen, *supra* note 43 at 410–411.
- 91) Bates *et al.*, *supra* note 60 at 671, 673–675.
- 92) Faleye, *supra* note 61; Masulis *et al.*, *supra* note 39 at 1853, 1867–1869.
- 93) Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment, 110 J. Fin. Econ. 627, 627–728 (2013); Klausner, *supra* note 4 at 1354–1355.
- 94) Coates, *supra* note 6 at 298–299, 305, 317–320; Pound, *supra* note 36 at 356–357, 366–367; Sokolyk, *supra* note 39 at 618–619.